

Pengujian *Debt Financed Dividend* / Stevani Putri Kurnia, Putu Anom Mahadwartha, & Mudji Utami

PENGUJIAN *DEBT FINANCED DIVIDEND* PADA PENGARUH KEBIJAKAN UTANG TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEPUTUSAN INVESTASI

Stevani Putri Kurnia¹
Putu Anom Mahadwartha²
Mudji Utami³
(Universitas Surabaya)

ABSTRACT

This study analyzes the effect of debt policy on dividend policy and investment decision on corporate manufacturing industry sector in IDX the period of 2009-2013. This study uses a quantitative approach to multiple linear regression analysis model. This study uses a sample of firms / companies who are in the manufacturing industry sectors in IDX period of 2009-2013. This study finds that debt policy doesn't have significant effect on dividend policy, while control variable, MBVE has negative significant effect on dividend policy. Debt policy has positive significant effect on investment decision while MBVE doesn't have significant effect on investment decision on manufacturing industry sector in IDX the period of 2009-2013.

Keywords: *Kebijakan Utang, Dividen, Investasi, Teori Keagenan*

1. PENDAHULUAN

Keputusan pendanaan di dalam sebuah perusahaan dilakukan untuk memaksimalkan kekayaan. Keputusan tersebut harus mempertimbangkan sumber-sumber dana yang digunakan untuk memenuhi kebutuhan sehari-hari dan keputusan investasi perusahaan. Sumber dana perusahaan, selain diperoleh dari modal sendiri yang berasal dari *common stock*, *preferred stock*, ataupun laba ditahan, juga diperoleh dari utang jangka panjang yang berupa kewajiban yang lebih dari satu tahun. Kebijakan utang perusahaan merupakan salah satu keputusan penting yang dilakukan oleh pihak manajemen untuk memperoleh sumber pendanaan aktivitas operasional perusahaan. Selain itu, kebijakan utang juga berfungsi untuk memonitor tindakan manajer dalam mengelola perusahaan karena keputusan-keputusan tersebut mempengaruhi struktur modal perusahaan.

¹ Universitas Surabaya

² Universitas Surabaya

³ Universitas Surabaya

Bagi investor, dividen merupakan hasil yang diperoleh dari saham, selain *capital gain* yang diperoleh dari harga jual saham yang lebih tinggi dibandingkan harga belinya. Dividen harus didistribusikan pada para pemegang saham untuk memaksimalkan kekayaannya karena telah menginvestasikan uang dengan harapan dapat membuat keadaan finansial menjadi lebih baik (Yegon *et al.*, 2014). Kebijakan dividen tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan suatu perusahaan karena kebijakan ini merupakan suatu keputusan mengenai apakah laba akhir tahun akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal investasi di masa mendatang (Martono dan D. Harjito (2000:253)). Menurut Gitman dalam Saputra (2005:72), kebijakan dividen merupakan rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen.

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sulit bagi pihak manajemen, tetapi merupakan kesejahteraan bagi para pemegang saham. *Agency Conflict* sangat berkaitan dengan keputusan kebijakan dividen (Kadir, 2010) sehingga pembagian dividen dapat dijadikan solusi untuk mengurangi konflik keagenan tersebut.

Industri manufaktur berperan besar dalam penciptaan nilai tambah, penyerapan tenaga kerja produktif, dan pendorong pertumbuhan ekonomi. Di antara sektor lainnya, industri manufaktur adalah penyumbang terbesar (25%) dalam PDB dan menyerap 13% pekerja. Peningkatan produktivitas industri manufaktur akan berdampak besar pada perekonomian. Skala usaha dan teknologi industri manufaktur dengan relatif mudah diperluas dan ditingkatkan. Hal itu memungkinkan produktivitas dan upah pekerja di sektor industri dapat meningkat lebih cepat. Teknologi produksi di sektor industri manufaktur dapat lebih mudah dicontoh dari negara lain sehingga memungkinkan suatu negara mengejar ketertinggalannya di bidang teknologi (Basri, 2013).

Ada beberapa penelitian yang dilakukan mengenai pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan dividen dan atau keputusan investasi. Penelitian Mahadwartha dan Hartono (2002) menyatakan bahwa kebijakan utang dan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif. Penelitian Moghaddam (2014) menyatakan bahwa kebijakan utang dan kebijakan dividen memiliki korelasi, sedangkan penelitian Anjani (2012) menyatakan bahwa kebijakan utang dan keputusan investasi memiliki hubungan positif tidak signifikan. Moghaddam (2014) melakukan penelitian mengenai pengaruh keseimbangan utang terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Tehran Stock Exchange selama periode 2007-2011. Penelitian Moghaddam (2014) menemukan bahwa terdapat korelasi antara volatilitas utang dan kebijakan dividen.

Anjani (2012) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap keputusan investasi, salah satunya adalah pengaruh *financial leverage* terhadap investasi perusahaan *food and beverage* di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2009. Penelitian Anjani (2012) menemukan bahwa rasio utang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi dengan arah positif.

Dari Tabel 1 dapat diketahui bahwa penelitian Mahadwartha dan Hartono (2002) menyatakan bahwa kebijakan utang dan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif. Penelitian Moghaddam (2014) menyatakan bahwa kebijakan utang dan kebijakan dividen memiliki korelasi, sedangkan penelitian Anjani (2012) menyatakan bahwa kebijakan utang dan keputusan investasi memiliki hubungan positif tidak signifikan.

Tabel 1. Penelitian Terdahulu mengenai Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividend atau Keputusan Investasi

No	Peneliti Terdahulu	Hasil Penelitian	
		Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen	Kebijakan Utang dan Keputusan Investasi
1	Mahadwartha dan Hartono (2002)	Positif	
2	Moghaddam (2014)	terdapat korelasi	
3	Anjani (2012)		positif

Kebijakan utang memiliki kecenderungan hubungan negatif terhadap kebijakan dividen sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi utang sebuah perusahaan akan mengakibatkan dividen yang dibagikan perusahaan kepada *shareholder* semakin rendah. Selain itu, kebijakan utang memiliki kecenderungan hubungan negatif terhadap keputusan investasi perusahaan. Artinya, semakin tinggi utang sebuah perusahaan akan semakin rendah investasi perusahaan tersebut.

Penelitian ini ingin menguji apakah terjadi *Debt Financed Dividend* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2013. *Debt Financed Dividend* terjadi apabila utang digunakan untuk membayarkan dividen bagi para pemegang saham sehingga di dalam suatu perusahaan akan terjadi konflik agensi antara *shareholder* dan *debtholder*.

Kebijakan utang merupakan bagian dari pertimbangan jumlah utang jangka pendek, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa dan perusahaan akan berusaha mencapai tingkat struktur modal yang optimal (Soesetio, 2008). Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Martono dan Harjito; 2000:253). Keputusan investasi sering disebut sebagai *capital budgeting*, yakni keseluruhan proses perencanaan dan pengambilan keputusan mengenai pengeluaran dana yang jangka waktu kembalinya dana tersebut melebihi satu tahun.

Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* dapat digunakan untuk memprediksi hubungan antara kebijakan utang dan kebijakan dividen perusahaan. Dividen mempengaruhi utang dengan hubungan yang positif. Perusahaan yang membagikan dividennya dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui utang untuk membiayai investasinya. Melalui penjelasan *Balancing Model of Agency Cost*, Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen untuk membiayai investasi.

2. TINJAUAN LITERATUR

Megginson (1997) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* dapat digunakan untuk memprediksi hubungan antara kebijakan utang dan kebijakan dividen perusahaan. Melalui penjelasan *Balancing Model of Agency Cost*, Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen untuk membiayai investasi.

Tingginya kepemilikan manajerial semakin memungkinkan tindakan oportunistik manajer sehingga meresahkan *shareholders*. Penggunaan utang dapat menjadi solusi atas permasalahan ini.

Penggunaan utang akan meningkatkan monitoring dari *bondholders* dan membuat *shareholders* lebih tenang karena pembiayaan investasi tidak menggunakan dananya sehingga mengurangi risiko dari *shareholders* (Putri dan Nasir, 2006).

Setelah krisis, manajer berusaha meningkatkan kestabilan perusahaan dengan cara menggunakan FCF untuk membayar utang karena utang yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan. Berkurangnya utang diharapkan keuntungan dari investasi dan operasi perusahaan pada tahun selanjutnya tidak hanya digunakan untuk membayar utang namun juga dapat digunakan untuk keperluan *reinvestment* (Putri dan Nasir, 2006).

Mahadwartha dan Hartono (2002) menguji teori keagenan kaitannya dengan kebijakan utang dan kebijakan dividen. Penelitian Mahadwartha dan Hartono (2002) menemukan bahwa kebijakan dividen dan kebijakan utang memiliki hubungan positif karena ketika perusahaan memiliki *leverage* yang tinggi, perusahaan akan meningkatkan dividennya untuk memberikan *return* pada para pemegang saham. Namun Mahadwartha dan Hartono (2002) tidak secara eksplisit mengatakan bahwa temuannya merupakan fenomena *debt finance dividend*. Adapun penelitian ini berfokus pada pengujian *debt finance dividend* dengan mengacu kepada sebagian argumen Mahadwartha dan Hartono (2002). Hipotesis 2 yang dirumuskan pada penelitian ini juga digunakan untuk menguji hipotesis 1 (*necessary condition*), terkait dengan terjadi atau tidaknya *debt finance dividend*.

Putri dan Nasir (2006) menemukan bahwa perusahaan akan meningkatkan investasinya seiring dengan peningkatan utang. Hal ini sejalan dengan Mahadwartha dan Hartono (2002) bila dikaitkan dengan utang berpengaruh positif dengan dividen. Peningkatan investasi dengan pembiayaan utang diharapkan akan meningkatkan *return on investment* pemegang saham misalnya melalui *dividen yield*. Penelitian ini selain menguji *necessary condition* juga *sufficient condition* dari pengaruh utang terhadap dividen. *Necessary condition* adalah pengaruh utang terhadap dividen (*debt finance dividend mechanism*) dan *sufficient condition* adalah peningkatan utang akan meningkatkan investasi perusahaan.

Hipotesis 1: Diduga Kebijakan utang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Hipotesis 2: Diduga kebijakan utang berpengaruh positif terhadap keputusan investasi

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian kausal yang menjelaskan hubungan sebab-akibat antarvariable penelitian dengan menggunakan sumber data sekunder. Data yang digunakan di dalam penelitian ini merupakan data kuantitatif dengan melibatkan banyak *time series* dan beberapa sampel atau disebut *pooled data*. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari data laporan keuangan badan usaha-badan usaha industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Menurut Kasiana (2012) data sekunder adalah data yang diperoleh lewat pihak lain, tidak langsung diperoleh oleh peneliti dari subjek penelitiannya. Data penelitian diperoleh dari Fact Book 2014, laporan keuangan, dan laporan tahunan dari www.idx.co.id dan www.finance.yahoo.com. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 116 perusahaan dengan periode pengamatan 5 tahun, yaitu periode 2009-2013. Maka pada penelitian terdapat 580 poin observasi.

Berdasarkan metode analisis dan hipotesis penelitian maka variabel-variabel dalam penelitian ini dapat dibedakan menjadi dua variable dependen dan satu variable independen. Variabel dependen pada penelitian ini adalah kebijakan dividen dan keputusan investasi badan usaha industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Adapun variable independennya adalah kebijakan utang badan usaha industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013.

Variabel Dependen: Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan rencana pendistribusian laba pada para pemegang saham atau menahannya untuk menambah modal bagi pembiayaan investasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013 di masa mendatang. Kebijakan dividen ini diukur dengan Dividend Yield (Kaaro, 2003)

$$\text{Dividend yield} = \frac{D_t}{P_{t-1}}$$

dimana:

D = Dividend per share

P = Stock Price_{t-1}

Variabel Dependen: Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan kegiatan menunda konsumsi untuk mendapatkan (nilai) konsumsi yang lebih besar di masa yang akan datang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Keputusan investasi diukur dengan *investment growth* (Kaaro, 2003).

$$Investment\ Growth = [TA_{it} - TA_{it-1}] / TA_{it-1}$$

dimana :

TA = Total Assets

Variabel Independen: Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan kewajiban perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013 untuk membayar sejumlah uang/jasa/barang di masa mendatang kepada pihak lain akibat transaksi yang dilakukan di masa lalu. Keputusan utang ini dapat diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (Kaaro, 2003).

$$Debt\ to\ Equity\ Ratio = \frac{Total\ Liabilities}{Shareholders' Equity}$$

Variabel Kontrol

Selain variable dependen dan independen, penelitian juga menggunakan variabel kontrol. Variabel kontrol digunakan untuk menambah keandalan data. Penelitian ini menggunakan proksi yang berbasis pada ukuran varians sehingga variabel kontrol yang digunakan adalah *Market to Book Value of Equity Ratio* (MBVE). Rasio ini dapat memberi informasi kepada investor mengenai kinerja suatu perusahaan. MBVE paling banyak digunakan pada penelitian terdahulu terkait hubungannya dengan dividen dan investasi. MBVE dapat dihitung dengan:

$$\frac{M}{B} = \frac{Market\ price\ per\ share\ of\ common\ stock}{Book\ value\ per\ share\ of\ common\ stock}$$

Baker dan Wurgler (2004a) mendefinisikan premi dividen sebagai selisih antara rata-rata market to book ratio dari pemberi dan bukan pemberi dividen. Ditemukan bahwa premi dividen akan lebih tinggi saat kebutuhan untuk mengurangi masalah keagenan lebih besar (Yue Liu dan Liwei Shan). McDermott (2011), melakukan penelitian mengenai peran kualitas laporan keuangan dalam mendisiplinkan investasi manajer dalam kegiatan CSR suatu perusahaan. McDermott menemukan bahwa adanya hubungan positif antara market-to-book ratio dan investasi.

Metode Pengolahan Data

Penelitian ini menggunakan metode pengolahan data *Ordinary Least Square* (OLS) dengan pengujian *fixed* dan *random effect*. Pengujian Validitas juga dilakukan untuk uji parametric, seperti uji normal, uji autokorelasi, heteroskedastisitas, dan multikorelasi. Pengujian asumsi klasik menunjukkan model dapat diteruskan dengan pengujian model penelitian.

Model Penelitian

Tujuan OLS adalah mengestimasi taksiran parameter regresi. Prediksi tersebut dapat dilakukan setelah adanya bukti bahwa persamaan yang dihasilkan oleh regresi adalah persamaan yang dapat menggambarkan pola hubungan antarvariabel.

Model Penelitian 1:

$$D = \alpha_1 + \beta_1 Debt + \beta_{12} MBVE$$

Model Penelitian 2:

$$I = \alpha_2 + \beta_2 Debt + \beta_{22} MBVE$$

dimana: D = Dividend; I = Investment; $MBVE$ = Market-To-Book Value of Equity

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil uji normalitas variabel residual mengidentifikasikan bahwa variabel berdistribusi normal dan memiliki nilai signifikan yang lebih besar dari 0,05 dengan hasil *asympt.sig (2-tailed)* dari variabel residual adalah sebesar 0,117.

Pengujian multikolinearitasi menunjukkan nilai toleransi dari masing-masing variabel independen lebih dari 10% dan nilai VIF dari masing-masing variabel independen kurang dari 10. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas pada model regresi. Jumlah N sebesar 121 (regresi 1) dan 531 (regresi 2) dan variabel independen (K) berjumlah 2, yaitu utang (*debt*) dan MBVE (*market to book value of equity*), diperoleh $D_L=1,502$ dan $D_U=1,582$ untuk regresi 1 dan $D_L=1,85632$ dan $D_U=1,86361$ untuk regresi 2. Nilai Durbin Watson sebesar 1,653 dan 1,963 sehingga tidak ada autokorelasi. Kedua model regresi juga tidak mengalami heteroskedastisitas dengan menggunakan *Spearman test* dengan nilai di atas 5%.

Model regresi yang digunakan pada penelitian ini, sebagai berikut.

$$\text{Model 1: } D = \alpha_1 + \beta_1 \text{Debt} + \beta_{12} \text{MBVE}$$

$$\text{Model 2: } I = \alpha_2 + \beta_2 \text{Debt} + \beta_{22} \text{MBVE}$$

Model regresi 1 ini menggunakan sampel 27 badan usaha yang dipilih dari 116 badan usaha manufaktur yang terdaftar di BEI yang telah memenuhi persyaratan yang telah ditentukan sebelumnya. 27 Badan usaha tersebut merupakan badan usaha yang membagikan dividen secara berturut-turut selama periode penelitian, yaitu 2009-2013. N awal yang digunakan adalah sebanyak 135 karena data tersebut tidak lolos dalam uji normalitas maka dengan menggunakan grafik *Box Plot*, ada beberapa data yang harus dihilangkan sehingga menjadi 121.

Tabel 2. Deskriptif Statistik Model Regresi 1

VARIABEL	N	MINIMUM	MAXIMUM	MEAN	STD. DEVIATION
DIVIDEND	121	0.000	0.133	0.033	0.025
DEBT	121	0.154	2.678	0.863	0.656
MBVE	121	0.247	4,694.955	86.418	510.309

Dari Tabel 2 dapat diketahui bahwa variabel yang memiliki rata-rata (*mean*) tertinggi terdapat pada variabel kontrol MBVE, yaitu sebesar 86,418 dan terendah pada variabel dividen, yaitu sebesar 0.033, sedangkan untuk *Standard Deviation* tertinggi juga terdapat pada variabel kontrol MBVE dengan nilai 510,309 dan terendah pada variabel dividen dengan nilai 0,025. Semakin tinggi nilai *Standard Deviation* maka semakin besar rentang nilai yang dimiliki oleh variabel tersebut.

Model Regresi I

Tabel 3. Hasil Pengolahan Data Model Regresi I (H_1)

$$\text{Dividend} = -0,132 \text{ Debt} - 0,183 \text{ MBVE}$$

Variabel	Koefisien Terstandarisasi	Sig
Debt	-0,132	0,152
MBVE	-0,183	0,048
<i>R Squared</i> = 0,062		
<i>Adjusted R Squared</i> = 0,046		

Diperoleh F hitung sebesar 3,871 dengan tingkat signifikansi 0,024. Oleh karena tingkat signifikansi di bawah 5% maka dapat dikatakan bahwa variabel independen (*Debt* dan *MBVE*) secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen (kebijakan dividen) secara signifikan. Koefisien Determinasi (R^2) pada model regresi ini adalah sebesar 0,046. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel-variabel seperti utang dan MBVE sebesar 4,6%, sedangkan sisanya sebesar 95,4% dari sektor manufaktur dijelaskan oleh variabel-variabel di luar variabel hutang dan MBVE.

Kebijakan utang mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan nilai signifikansi sebesar 0,152. Informasi ini membuktikan bahwa hipotesis 1 ditolak. Hal tersebut disebabkan nilai signifikansi lebih besar dari 0,1. Semakin besar utang perusahaan, menunjukkan semakin besar pula beban perusahaan terhadap pihak luar berupa pokok maupun bunga pinjaman. Jika beban perusahaan semakin besar berarti kinerja perusahaan semakin buruk (Pradita, 2009). Dengan tidak terbuktinya hipotesis 1 maka besar kecilnya utang tidak akan menentukan besar kecilnya dividen yang akan dibagikan.

Kebijakan utang mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan nilai signifikansi sebesar 0,152. Informasi ini membuktikan bahwa hipotesis 1 ditolak. Hal tersebut karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,1. Semakin besar utang perusahaan, menunjukkan semakin besar pula beban perusahaan terhadap pihak luar, yaitu berupa pokok maupun bunga pinjaman. Jika beban perusahaan semakin besar berarti kinerja perusahaan semakin buruk (Pradita, 2009). Dengan tidak terbuktinya hipotesis 1 maka besar kecilnya utang tidak akan menentukan besar

kecilnya dividen yang akan dibagikan. Kebijakan utang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun, tanda pada koefisien regresi kebijakan utang terhadap kebijakan dividen adalah negatif. Hal ini dapat terjadi karena sebagian besar sampel dalam penelitian ini ternyata memiliki nilai utang yang rendah dan cenderung membagi dividen yang tinggi. Perusahaan sampel dalam penelitian ini tidak menitik beratkan kegiatan usahanya dengan menggunakan pendanaan melalui utang. Hal ini dapat dilihat dari rata-rata DER yang rendah bahkan kurang dari 1 (Sunarto, 2004). Hubungan negatif menunjukkan bahwa jika variabel kebijakan utang perusahaan mengalami kenaikan maka variabel kebijakan dividen akan mengalami penurunan dan begitu juga sebaliknya. Semakin besar utang akan menyebabkan bunga yang ditanggung perusahaan semakin tinggi dan hal ini tentu akan mengurangi tingkat keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang sahamnya (Sunarto, 2004).

Hubungan negatif ini didukung oleh penelitian Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) yang menyatakan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan sebagai pembayaran dividen untuk membiayai investasi. Selain itu, penelitian Putri dan Nasir (2006) juga menyatakan bahwa setelah krisis perusahaan memerlukan tambahan dana dalam waktu singkat untuk kegiatan bisnisnya, oleh karena itu, manajer lebih memilih pembiayaan dengan utang karena perusahaan *gopublic* di Indonesia ingin menarik perhatian investor untuk menanamkan sahamnya serta menunjukkan pada masyarakat luas bahwa kondisi perusahaan telah pulih dari krisis dengan membagikan dividen. Handayani (2010), menyatakan bahwa semakin besar *debt to equity ratio* maka semakin besar kewajibannya. Kewajiban yang semakin besar menyebabkan perusahaan cenderung membayar kewajibannya dan akan menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Semakin tinggi proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Selain itu juga menimbulkan biaya bunga atas utang sehingga mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban untuk membayar bunga dan utang tersebut akan lebih diprioritaskan daripada membayar dividen (Gupta, 2010).

Apabila beban utang dan bunga semakin tinggi maka menyebabkan kemampuan badan usaha untuk membayar dividen semakin rendah. Variabel utang tidak berpengaruh signifikan

terhadap kebijakan dividen karena kondisi Indonesia menunjukkan bahwa pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur bukan dibayar atau dipengaruhi oleh utang (Yuniningsih, 2002). Utang yang tinggi disebabkan dana baik dari *retained earning* yang digunakan untuk mendanai investasi atau kegiatan operasi perusahaan adalah lebih kecil dibandingkan kebutuhan dana yang ada sehingga untuk memenuhi diambilkan dari pihak eksternal, khususnya utang.

Besarnya utang yang dimiliki oleh perusahaan bukan merupakan indikasi langsung bahwa perusahaan berada dalam kondisi *financial distress*. Jumlah utang yang tinggi diharapkan dapat memberikan tambahan laba yang lebih besar dari bunga yang harus dibayar. Dividen yang tinggi dapat mencerminkan bahwa perusahaan tidak mempunyai *potencial opportunity investment*. Hal ini biasanya terjadi untuk perusahaan *non-growth* sehingga *leverage* akan rendah (Gaver dan Gaver, 1993). Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi *debt finance dividend* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013 sehingga tidak terjadi pula konflik agensi antara *shareholder* dan *debtholder* di dalam perusahaan. Para pemegang saham tidak terlalu mengharapkan pembagian dividen karena telah mendapatkan *capital gain* sehingga tidak terdapat hubungan antara kebijakan utang dan kebijakan dividen pada badan usaha sektor manufaktur.

MBVE mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan nilai signifikansi 0,048. Hubungan negatif dan signifikan sesuai dengan hasil penelitian Sidauruk (2013) yang menyatakan bahwa pada perusahaan yang pertumbuhannya tinggi, IOS yang diwakili oleh MBVE cenderung turun. IOS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang pertumbuhannya tinggi. IOS dapat menurunkan dividen perusahaan karena para manajemen perusahaan lebih termotivasi melakukan pendanaan dari internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal untuk mendanai investasi yang akan dilakukan oleh perusahaan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa kesempatan investasi yang dilihat dari kemampuan perusahaan dalam mendapatkan dan mengelola modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan (Cahyo, 2013). Pengaruh negatif menunjukkan bahwa apabila MBVE mengalami peningkatan maka kebijakan dividen perusahaan akan semakin menurun.

Tabel 4. Deskriptif Statistik Model Regresi 2

VARIABEL	N	MINIMUM	MAXIMUM	MEAN	STD. DEVIATION
INVESTASI	531	-0.782	3.846	0.149	0.311
DEBT	531	0.000	38.786	1.415	2.399
MBVE	531	0.000	4,694.955	26.523	277.518

Dari Tabel 4 dapat diketahui bahwa variabel yang memiliki rata-rata (*mean*) tertinggi terdapat pada variabel MBVE, yaitu sebesar 26,523 dan terendah pada variabel investasi, yaitu sebesar 0,149, sedangkan untuk *standard deviation* tertinggi juga terdapat pada variabel MBVE dengan nilai 277,518 dan terendah pada variabel investasi dengan nilai 0,311. Semakin tinggi nilai *Standard Deviation* maka semakin besar rentang nilai yang dimiliki oleh variabel tersebut.

Model Regresi II

Tabel 5. Hasil Pengolahan Data Model Regresi II (H_2)
Investment = 0,112 Debt – 0,013 MBVE

Variabel	Koefisien Terstandarisasi	Sig
Debt	0,112	0,010
MBVE	-0,013	0,763
R Squared = 0,013		
Adjusted R Squared = 0,009		

Diperoleh F hitung sebesar 3,343 dengan tingkat signifikansi 0.036. Oleh karena tingkat signifikansi di bawah 5% maka dapat dikatakan bahwa variabel independen (*Debt* dan *MBVE*) secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen (keputusan investasi) secara signifikan.

Variabel utang memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,112. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara utang dengan keputusan investasi. Apabila terjadi kenaikan satu satuan utang, dengan asumsi variabel lainnya tetap atau konstan, nilai variabel keputusan investasi akan naik sebesar 0,112. Koefisien determinasi (R^2) model regresi 2 menunjukkan nilai sebesar 0,009. Hal ini berarti bahwa perubahan keputusan investasi dapat dijelaskan oleh variabel utang dan MBVE sebesar 0,9%. Persentase sebesar 99,1% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar variabel utang yang diwakili oleh *debt to equity ratio* dan MBVE.

Kebijakan utang (*debt*) memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi dengan nilai signifikansi sebesar 0,010. Informasi ini membuktikan bahwa hipotesis 2 diterima. Hal tersebut karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,1. Pengaruh positif dan signifikan menunjukkan bahwa semakin besar utang yang dimiliki perusahaan akan semakin besar pula investasi yang dilakukan perusahaan dan sebaliknya, apabila utang yang dimiliki perusahaan semakin kecil maka investasi yang dilakukan perusahaan juga akan semakin menurun; artinya, perusahaan mendanai kegiatan investasinya melalui utang. Dengan diterimanya hipotesis 2 yang mengatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif terhadap keputusan investasi maka dapat diketahui bahwa utang perusahaan tidak digunakan untuk membayar dividen, tetapi digunakan untuk mendanai keperluan investasi perusahaan.

Hasil penelitian menemukan MBVE pengaruh negatif tidak signifikan terhadap keputusan investasi dengan nilai signifikansi 0,763. Hal tersebut dikarenakan nilai signifikansi lebih besar dibanding 0,1. Hubungan tidak signifikan menunjukkan bahwa kepentingan pemegang saham yang diwakili oleh besaran ekuitas dalam MBVE tidak mempengaruhi keputusan investasi perusahaan.

Dari hasil pengujian hipotesis dapat diketahui bahwa variabel yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen adalah MBVE dan variabel yang berpengaruh tidak signifikan adalah utang. Adapun variabel yang berpengaruh signifikan terhadap keputusan investasi adalah variabel utang dan yang berpengaruh tidak signifikan adalah MBVE.

5. SIMPULAN

Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi *debt finance dividend* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013 sehingga tidak terjadi pula konflik agensi antara *shareholder* dan *debtholder* di dalam perusahaan. Para pemegang saham tidak terlalu mengharapkan pembagian dividen karena telah mendapatkan *capital gain* sehingga tidak terdapat hubungan antara kebijakan utang dan kebijakan dividen pada badan usaha sektor manufaktur.

Kebijakan utang memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Pengaruh negatif didukung oleh Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) yang menyatakan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Hal ini disebabkan sebagian besar sampel ternyata memiliki nilai utang yang rendah dan cenderung

membagikan dividen yang tinggi. Sedangkan pengaruh tidak signifikan menandakan bahwa tidak terdapat hubungan antara kebijakan utang dan kebijakan dividen sehingga dapat diketahui bahwa tidak terjadi konflik agensi antara *shareholder* dan *debtholder*.

Market to book value of equity memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya, semakin tinggi ekuitas perusahaan maka akan semakin rendah dividen yang dibagikan. Pengaruh negatif ini didukung oleh hasil penelitian Sidauruk (2013) yang menyatakan bahwa pada perusahaan yang pertumbuhannya tinggi, IOS yang diwakili oleh MBVE cenderung turun. IOS yang diwakili oleh MBVE dapat menurunkan dividen perusahaan karena manajemen perusahaan lebih termotivasi melakukan pendanaan internal dibandingkan dengan pendanaan eksternal untuk mendanai investasi perusahaan.

Kebijakan utang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi. Pengaruh positif ini menandakan bahwa semakin tinggi utang perusahaan maka akan semakin tinggi pula investasinya. Dengan demikian, dapat diketahui bahwa utang tidak digunakan untuk mendanai pembagian dividen, tetapi digunakan untuk mendanai investasi perusahaan; artinya, tidak terjadi *debt finance dividend*.

Market to book value of equity memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap keputusan investasi. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa semakin tinggi ekuitas perusahaan maka akan semakin rendah investasinya dan sebaliknya semakin rendah ekuitas perusahaan maka akan semakin tinggi investasinya.

Market to book value of equity memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Implikasi bagi manajer adalah dengan adanya hubungan negatif ini, manajer dapat mengetahui bahwa semakin besarnya ekuitas perusahaan manufaktur, akan berdampak pada pembagian dividen yang semakin berkurang. Implikasi bagi investor adalah MBVE yang tinggi dapat dijadikan acuan yang menjelaskan bahwa apabila ekuitas perusahaan tinggi maka kemampuan perusahaan dalam membayar dividen akan semakin rendah.

Kebijakan utang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap keputusan investasi. Implikasi bagi manajer adalah dengan adanya hubungan positif ini, manajer dapat mengetahui bahwa semakin besarnya utang perusahaan akan berdampak pada semakin meningkatnya investasi perusahaan. Adapun implikasi bagi investor adalah kebijakan utang yang tinggi dapat dijadikan acuan yang menjelaskan bahwa apabila kebijakan utang suatu perusahaan tinggi maka keputusan investasi perusahaan itu akan semakin tinggi pula.

Rekomendasi bagi investor, apabila menginginkan pembagian dividen yang tinggi maka sebaiknya berinvestasi pada perusahaan yang memiliki MBVE yang rendah karena dividen yang dibagikan akan semakin tinggi dan juga pada perusahaan dengan tingkat utang yang meningkat karena investasi perusahaan juga akan meningkat sehingga memberikan sinyal yang baik di masa mendatang.

DAFTAR RUJUKAN

- Anjani, B.B.. (2012). "Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh terhadap Keputusan Investasi pada Perusahaan Food and Beverage di Bursa Efek Indonesia." *Tesis*. Universitas Diponegoro.
- Antwi, S., Zhao, X., dan Mills, E.F.E.A.. (2013). "Consequential Effects of Budget Deficit on Economic Growths: Empirical Evidence from Ghana." *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 5, No. 3.
- Arifin, Z.. (2005). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Ekonisia: Yogyakarta.
- Baker, M., Wurgler, J.. (2004). "A Catering Theory of Dividends." *The Journal of Finance*, Vol. LIX, No.3.
- Brigham, E., dan Houston, J.. (2001). *Manajemen Keuangan*. Erlangga: Jakarta.
- Brigham, E.F., L.C. Gapenski, and P.R. Dave. (1999). *Intermediate Financial Management*, 6th Edition. The Dryden Press, Harcourt Brace College, Fort Worth.
- Cahyo, A.D.. (2013). "Pengaruh Laba Bersih, Arus Kas Operasi dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2012." *Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi*, Universitas Maritim Raja Ali Haji Tanjungpinang.
- Easterbrook, F.H.. (1984). "Two Agency-Cost Explanations of Dividends." *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4.
- Gujarati, D.N.. (2004). *Basic Econometrics*, 4th Edition. New York: McGraw-Hill Companies.
- Gupta, A.. (2010). *The Determinants of Corporate Dividend Policy*, Vol. 37, No. 2.
- Handayani, D.. (2010). "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* pada Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2007." *Tesis*. Universitas Diponegoro.
- Harris, M., and Raviv, A.. (1990). "Capital Structure and the Informational Role of Debt." *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 2.

- Jensen, M.C.. (1986). "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp 323-329.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H.. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4.
- Kaaro, H.. (2002) "Investment Decision and Dividend Policy as Determinants of Financing Decision: A New Empirical Evidence." *Journal of Accounting, management, and Economics Research (JAMER)*, Vol. 2(1), 41-55.
- Kaaro, H.. (2003). "Simultaneous Analysis of Corporate Investment, Dividend, and Finance: Empirical Evidence under High Uncertainty." *Journal of Accounting, Management, and Economics Research (JAMER)*, Vol. 3(1), 1-17.
- Kadir, Abdul. (2010). "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Credit Agencies Go Public di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 1.
- Liu, L.Y., dan Shan, L.. "What is Dividend Premium." *Research Institute of Economics and Management*.
- Lopolusi, I.. (2013). "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011." *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, Vol. 2, No. 1.
- Lumenta, D.J., Mandey, S.L., Rotinsulu, J.J.. (2014). "Harga dan Kualitas Pelayanan terhadap Kepuasan Konsumen PT Pos Indonesia (Persero) Manado." *Jurnal EMBA*, Vol. 2, No. 3.
- Mahadwartha, P.A., dan Hartono, J.. (2002). "Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Utang dengan Kebijakan Dividen." *Jurnal dan Prosiding SNA-Simposium Nasional Akuntansi*, Vol.5.
- McDermott, K.E.. (2011). "Financial Reporting Quality and Investment in Corporate Social Responsibility." *Working Paper*. The University of North Carolina at Chapel Hill.
- Moghaddam, A. G.,. (2014). "The Effect of Debt Balancing on Cash Dividend," *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 6, No. 3.
- Myers, S.C.. (1984). "Capital Structure Puzzle." *Journal of Finance*, Vol. 39.
- Myers, S.C., and N.S. Majluf. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information that Investor do not Have." *Journal of Financial Economics*, Vol. 13.
- Myers, S.C.. (1996). *Still Search for Optimal Capital Structure; from Advance in Business Financial Management*, Edited by Cooley, Philip, L., *Second Edition*. The Dryden Press, Harcourt Brace College Publisher, Philadelphia, 147-164.

- Pradita, R.I.. (2009). "Pengaruh Alokasi Pajak Antar Periode, Persistensi Laba Akuntansi, Pertumbuhan Laba Akuntansi, Struktur Modal, Besaran Perusahaan terhadap *Earnings Response Coefficient* pada Perusahaan Manufaktur yang *Go Public* di BEI." *Tesis*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas.
- Putri, I.F., dan Nasir, M. (2006). "Analisis persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam perspektif Teori Keagenan." *Symposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Putri, D.A.. (2012). Pengaruh *Investment Opportunity Set*, Kebijakan Utang dan Ukuran perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)." *Tesis*. Universitas Negeri Padang.
- Santoso, S.. (2002). *SPSS Statistik Non Parametrik*. Jakarta: PT Elex Media Computindo.
- Sharpe, W.F.. (1997). *Investasi*. Jilid 2. Jakarta: PT Ikrar Media Abadi.
- Soesetio, Y. (2008). "Kepemilikan Manajerial dan Institusional, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Utang." *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 12, No. 3.
- Sunarto. (2004). "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial." *Investment Opportunity Set, Return on Asset dan Debt to Equity Ratio terhadap Dividend Payout Ratio*. *Tesis*. Universitas Diponegoro.
- Yegon, C., Cheruiyot, J., Sang, Dr. J.. (2014). "Effects of Dividend Policy on Firm's Financial Performance: Econometric Analysis of Listed Manufacturing Firms in Kenya." *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 5: 12.